

УДК 330.31:330.131.7

Н.В.МОЖАЙКІНА, канд. екон. наук, К.В.СААКЯН

Харківський національний університет міського господарства імені О.М.Бекетова

ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ В КРАЇНІ

В статті розглядаються проблеми розвитку венчурного капіталу в Україні, особливості формування венчурних фондів, проблеми та перспективи їх розвитку та основні напрями їхнього удосконалення на сучасному етапі.

В статье рассматриваются проблемы развития венчурного капитала в Украине, особенности формирования венчурных фондов, проблемы и перспективы их развития и основные направления их совершенствования на современном этапе.

The article considers the problems of development of venture capital in Ukraine, peculiarities of formation of venture funds, problems and prospects of their development and main directions of their improvement at the present stage.

Ключові слова: венчурний капітал, венчурні інвестиції, ризики венчурних інвестицій, венчурні фонди, інвестор, інноваційний розвиток.

Світовий досвід свідчить, що важливу роль у модернізації господарського механізму, інтенсивності його структурної перебудови відіграє розвиток венчурного бізнесу. Саме венчурне інвестування допомогло економікам провідних країн світу перейти на нові інноваційні технології. Але розробляючи інновації, ніхто не знає напевно, чи успішно завершаться їх дослідження. І тут венчурний капітал один з найбільш бажаних варіантів.

Цей дуже ризикований вид підприємництва, тісно пов'язаний з науково-технічним прогресом. Адже для розвитку інновацій підприємств, крім кадрового та технологічного потенціалу, необхідні ресурси, а точніше механізми їх залучення. На даний момент коштів, якими володіє держава на науково-технічні замовлення, недостатньо. А зростаючі потреби у фінансах для активізації інноваційної діяльності підприємств вже не задовольняються за рахунок традиційних систем кредитування, бюджетного фінансування та обігу грошових коштів. Вони можуть бути вкладені лише в досить обмежене число цільових розробок. Для фінансування нових технологічних компаній, які ще не мають ні застави, ні навіть імені, під яке вони змогли б одержати гроші у банку, необхідні інші інструменти, серед яких важлива роль відводиться венчурному фінансуванню.

Венчурні інвестиції розглядаються багатьма економістами як найважливіший стратегічний фактор підвищення конкуренто-спроможності виробництва. Завдяки венчурному капіталу з малих інноваційних компаній виросли такі гіганти, як HP, Microsoft, Apple, Oracle, Yahoo, Amazon, Google, Intel та ін. [1].

Актуальність розвитку венчурного фінансування стала очевидною. За останні роки в економічних публікаціях з'явилося багато досліджень, присвячених венчурному інвестуванню. Серед них можна виділити роботи Д. Гарнера, Р. Оуна, Р. Конвея [2], В. Аньшина [3], М. Бродського [4], О. Дагаєва [5], А. Каржаєва, Л. Фоломьєва [6], Л. Антонюк, А. Поручника, В. Савчука [7], М. Йохна [8] та ін. Їх зусиллями були створені теоретичні і методологічні основи для подальшого дослідження венчурного капіталу та його можливостей в інноваційному оновленні економіки.

Практика використання венчурного капіталу в інноваційному розвитку економіки України тільки розпочинається. Зусилля підприємців, уряду, громадських організацій поки що не дають значних позитивних результатів у розвитку механізму венчурного фінансування. Однією з причин такої ситуації можна назвати недостатнє вивчення природи, механізму і динаміки створення і використання національного венчурного капіталу.

Метою роботи є вивчення особливостей формування венчурного капіталу та виявлення основних проблем його розвитку в Україні.

Існує безліч визначень того, що таке венчурний капітал. За визначенням Європейської асоціації венчурного фінансування - це акціонерний капітал, що надається професійними фірмами, які інвестують з одночасним управлінням в приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання в їх початковому розвитку, розширенні і трансформаціях. А основна роль венчурного інвестування зводиться до його основної функціональної задачі: сприяти зростанню конкретного бізнесу шляхом надання певної суми коштів в обмін на частку в статутному капіталі або якийсь пакет акцій. Венчурний капіталіст, що стоїть на чолі фонду або компанії, не вкладає власні кошти в компанію, акції яких він набуває. Венчурний капіталіст – це посередник між синдикованими (колективними) інвесторами і підприємцем. У цьому полягає одна з найбільш принципових особливостей цього типу інвестування. Венчурне інвестування в кращих своїх проявах – це поєднання фінансової, стратегічної та виробничої майстерності в гонитві за тим, що в США та Західній Європі іменують доданою вартістю [9, с. 25].

Метою венчурного капіталу є отримання високого доходу від інвестицій, який інвестори отримують в абсолютній більшості випадків не у вигляді дивідендів, а у вигляді повернення на інвестиції при продажу після декількох років успішного розвитку своєї частки компанії партнерам по бізнесу, на відкритому ринку або великої компанії, що працює в тій же області, що і розвивається фірма.

Ризики венчурних інвестицій – це ризики підприємницької діяльності. Ніде в світі вони не страхуються. Тому найбільш поширеним є визначення венчурного капіталу як фінансового ресурсу, що виділяється приватним підприємницьким капіталом проекту, успішна реалізація якого не гарантована.

Історично так склалося, що найбільш цікавими об'єктами для програми венчурного капіталу були малі інноваційні компанії, орієнтовані на розробку і виведення на ринок наукомісткої продукції на базі високих технологій, тому часто венчурне фінансування зв'язується з прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектора.

Таким чином, венчурний капітал сприяє організації взаємодії науки та інноваційного бізнесу, що дозволяє підвищити ефективність досліджень, прискорити впровадження їх результатів у виробництво. Інвестори надають інноваційній фірмі не тільки фінансові кошти, а й фінансове консультування, допомогу в розробці корпоративної стратегії, зв'язків і інформації про ринок і т.д. А підприємець, прагнучи до зміни ринкової ситуації у вигідному для себе напрямку за допомогою інноваційної діяльності, не тільки створює нові блага і технології, він руйнує сформовану ринкову середу, модифікуючи існуючі та створюючи нові ринки, форми конкуренції та організації виробництва. У результаті інноваційної діяльності створюються можливості для оптимізації споживчого вибору і зростання добробуту, вирішення екологічних проблем [10].

На відміну від спочатку винайденої, так званої «американської» моделі венчурного фінансування («один інвестор – одна компанія – об'єкт»), сьогодні найбільш поширена схема, коли об'єднані (синдиковані) кошти декількох інвесторів надходять під управління фонду, що розподіляє їх між кількома проектами. Така диверсифікація знижує загальний показник ризику діяльності фонду, і фонд може демонструвати гарні результати, навіть якщо деякі з його проектів виявляться не дуже успішними.

В процес венчурного фінансування, зазвичай, залучені: інвестори; венчурний фонд; керуюча компанія фонду; компанія-об'єкт фінансування.

Мета власників компанії-одержувача інвестицій – отримати кошти без внесення в якості забезпечення матеріальних цінностей, яких у них зазвичай і немає, розвинути свою компанію, заробити як на зростанні її вартості, так і шляхом генерації чистого доходу і, в результаті, зберегти над нею повний контроль, залишившись власниками власної справи. Тому фонд часто сприймається підприємцями негативно – як

капіталіста, орієнтованого лише на отримання прибутку з інвестиційної угоди.

У свою чергу, венчурний фонд, з одного боку, безумовно, є залежним і підконтрольним своїм інвесторам, кожен раз болісно реагують на будь-який промах компанії – об'єкта. З іншого боку, сам фонд, зазвичай виступаючий, нагадаємо, міноритарним акціонером компанії – об'єкта, має обмежені можливості щодо впливу на її оперативну діяльність і на питання розподілу прибутку.

В Україні розвиток венчурного бізнесу почався в 1992 р. після підписання угоди про створення Фонду «Україна» – першого венчурного фонду в нашій країні. На сьогоднішній день ця структура здійснила інвестиції в більш ніж 30 вітчизняних компаній на загальну суму близько \$ 10 млн. Причому перші кроки з використання принципів венчурного бізнесу в Україні були зроблені не в області фінансування інноваційних проєктів, а з метою виходу з кризи і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств.

В Україні венчурні фонди спочатку створювалися з нестандартним для світової практики ухилом. Якщо в США, на батьківщині інвестфондів такого роду, призначення фондів полягало у вкладенні коштів в інноваційні проєкти, в першу чергу в ІТ-технології, то в Україні законодавча база заздалегідь підготувала ґрунт для національної специфіки інвестфондів – інвестування для відходу від податків. У 2001 році був прийнятий закон «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», що дозволив оптимізувати фінансові потоки, чим і скористалися ФПГ [11, с. 6]. Переважна більшість працюючих в Україні і з Україною фондів створені або безпосередньо міжнародними організаціями, або національними, у рамках міжурядових угод. Приватні венчурні фонди поки що слабо представлені на українському ринку.

В Україні тільки розпочалися процеси розвитку інфраструктури венчурної індустрії. Однак вона суттєво відрізняється від венчурних фондів розвинених країн [7]. По-перше, учасниками фондів (тобто венчурними інвесторами) можуть бути тільки юридичні особи. Ні приватні особи, ні пенсійні фонди, ні страхові компанії не можуть вкладати гроші у венчур. По-друге, більшість венчурних фондів створюються тільки для того, щоб обслуговувати проєкти своїх засновників: вони або акумулюють кошти для власних інвестиційних проєктів, або «використовуються для оптимізації податкових платежів засновникам». По-третє, відрізняється і сфера вкладення венчурного капіталу – найбільш привабливими сферами є: будівництво, торгівля, готельний і

туристичний бізнес, переробка сільськогосподарської продукції, страхування.

Характерною рисою венчурного бізнесу, наприклад в США, є його орієнтація на вкладення коштів в інноваційні підприємства, які займаються розробкою та реалізацією передових технологій у різних галузях промисловості [11, с. 6].

На відміну від класичних венчурних фондів, український венчурний капітал не орієнтується на інноваційні проекти. Для нього більш привабливим є реалізація інвестиційних проектів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами і нерухомістю. Найбільш поширеною формою венчурного інвестування в Україні є надання інвестиційного кредиту – від вкладень у спеціально випущені під проект облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди [12].

На даний момент основним інвестором українських венчурних фондів є Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР). Другим важливим інвестором венчурних фондів є закордонні державні структури. Відповідно до домовленостей української та іноземних урядів, більшість іноземних інвестицій у венчурні фонди було орієнтоване на конверсію оборонної промисловості. Залучення коштів для венчурного інвестування з українських джерел надзвичайно обмежена. Причин цього кілька: слабкий розвиток необхідної інфраструктури, недостатнє і несприятливий законодавча база, відсутність комерційного інтересу на тлі високого ризику та ін.

Ясна річ, в такій ситуації говорити про будь-яку конкуренцію між венчурними фондами в Україні рано. Це підтверджують і самі оператори ринку. Як зазначили в Western NIS Enterprise Fund, конкуренція на даному ринку стане можливою тільки тоді, коли держава створить необхідні умови для приходу венчурних інвесторів.

Експерти часто висловлюють думку, що українські венчурні фонди – це далеко не те ж саме, що фонди приватного капіталу на Заході, що мета їх створення – не фінансування зростаючих бізнесів, а реалізація тих чи інших схем управління власністю та використання податкових переваг, якими володіє фонд (інвестиційні фонди не платять податок на прибуток). Крім податкових стимулів, венчурні фонди володіють ще однією перевагою в очах ФПГ: це можливість купувати цінні папери і надавати позики дочірнім компаніям. Отже, капітал залишається в межах однієї групи. Враховуючи непрозорість українських венчурних фондів, ФПГ отримують великий простір для фінансових операцій – легальних і не зовсім.

В українському законодавстві венчурний фонд – це інвестиційний фонд закритого типу (пайовий або корпоративний), на структуру активів якого не накладається істотних обмежень (як у випадку диверсифікованого фонду), і вкладниками якого можуть бути виключно юридичні особи. Активами фонду управляє компанія з управління активами (КУА), відповідальне зберігання активів забезпечує компанія – охоронець.

Серед труднощів, з якими зіштовхуються венчурні фонди й приватні інвестори в Україні, можна назвати наступні:

- недостатнє число компаній для венчурного фінансування;
- мала кількість привабливих інноваційних проектів з необхідної фондами прибутковістю й темпами росту;
- низький рівень культури корпоративного керування в малих компаніях, нерозуміння особливостей стратегій інноваційного розвитку й можливостей його фінансування;
- необхідність одержання інвестицій у компанії на стадії seed і start-up, коли більшість із наявних джерел фінансування через надвисокі ризики закриті;
- готовність більшості фондів інвестувати переважно в компанії на пізніх стадіях - росту й розширення;
- недостатня присутність венчурних фондів у регіонах України;
- низька поінформованість або невірне подання про особливості діяльності й підходів венчурних фондів, особливо в регіонах країни;
- недостатня кількість фахівців з відповідною кваліфікацією й досвідом інвестиційного менеджменту для роботи в керуючих компаніях фондів, а також їхнє перевантаження через необхідність проведення експертизи великої кількості проектів, що представляють для інвестування;
- труднощі із залученням приватного капіталу у фонди через недосконалість правової форми ЗПІФ і недосконалості законодавства в області довірчого керування (відсутності поняття фидуціарної відповідальності);
- невідповідність українського юридичного поля в області регулювання акціонерних відносин традиціям міжнародного права, у випадку венчурних інвестицій, орієнтованого на англо-саксонську, а не романську (як у нашій країні) системи права;
- малий розмір капіталу деяких фондів, що робить їх непривабливими для керуючих компаній міжнародного рівня, які не бачать можливості покриття управлінських витрат (підвищених за счет використання форми ЗПІФ), що приводить до використання фахівців недостатньої кваліфікації.

На сьогоднішній день розвиток венчурної індустрії в Україні стримується слабкою законодавчою базою, нерозвиненістю фондового ринку, непрозорістю фінансової діяльності компаній, відсутністю гарантій для інвестора. Збільшенню числа операторів венчурного ринку в Україні, не сприяє й існуюча система державного ліцензування та сертифікації, а також постійний тиск на інвесторів і підприємців з боку різних контролюючих органів.

Крім того, специфічні для України додаткові ризики венчурного бізнесу полягають в наступному. По-перше, складно знайти підприємство з перспективою швидкого зростання капіталізації. По-друге, нестабільність законодавства не дозволяє інвесторам планувати свою діяльність на довгострокову перспективу, а адже венчурні інвестиції розраховані на строк від 3 до 7 років. По-третє, величезні розміри тіньового сектора економіки не дають можливості інвестору вигідно продати свою частку в компанії, оскільки не завжди на підставі звітних даних можна вірно проаналізувати фінансовий стан господарюючого суб'єкта [12, с.34].

Проте, виходячи з досвіду розвитку венчурної індустрії на Заході, вже сьогодні можна говорити про те, які умови повинні бути виконані, щоб венчурні фонди грали дійсно серйозну роль у фінансуванні зростаючих галузей української економіки.

Перша умова для розвитку венчурних фондів – доступ до джерел фінансування інвестицій. На сьогодні, згідно з чинним Законом, ні фізичні особи, ні інституційні інвестори (інвестиційні та пенсійні фонди) не можуть інвестувати у венчурні фонди. Це істотно скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій. Нагадаємо, що бурхливий розвиток венчурних фондів у США почався саме після того, як пенсійним фондам було дозволено інвестувати до 10 % своїх активів у венчурні проекти.

По суті, джерелами фінансування венчурних фондів в Україні на сьогодні можуть стати або вільні кошти українських фінансово-промислових груп, або кошти закордонних інвесторів (приватні або інституційні). Про масштабне присутності останніх говорити рано, тому що ні репутація української венчурної індустрії, ні українське бізнес-середовище в цілому недостатньо для них привабливі.

Друга важлива умова – створення можливостей структурування угоди, які обмежували б ризики фонду. Йдеться про інструменти власності з властивостями опціону – конвертованих привілейованих акціях і конвертованих облігаціях. Що стосується звичайних привілейованих акцій, присутніх в українському законодавстві, то, по-перше, вони не дають права на участь в управлінні, по-друге, вони можуть становити

лише 10 % статутного фонду, що може виявитися далеко не достатньо для венчурного проекту. Єдиним інструментом, який може використувувати венчурний інвестор в Україні, залишаються звичайні акції, і це характерно для діяльності фондів приватного капіталу на більшості ринків, що розвиваються. Недоліком тут є відсутність страхівки для інвестора на випадок несприятливого сценарію реалізації проекту. Крім того, в умовах, м'яко кажучи, недостатньо високих стандартів корпоративного управління, венчурному інвесторові для гарантії своїх прав власника необхідно мати значний, або навіть – контрольний пакет акцій.

Третя умова – розвиток ринку акцій і створення умов для IPO. Це в свою чергу вимагає розвитку інвестиційної бази – в першу чергу, зростання активів пенсійних та інвестиційних фондів. У відсутність фінансового ринку і можливості IPO, єдиною можливістю виходу з інвестиції для фонду залишається продаж пакету стратегічному інвестору, але це свідомо означає істотно меншу конкуренцію серед покупців, недооціненість при продажу, а значить – віддача від венчурного проекту може виявитися недостатньою для забезпечення зацікавленості всіх сторін угоди.

У рамках вирішення надзавдання збереження та примноження науково-технічного потенціалу України перед державою особливо гостро стоїть питання забезпечення привабливості для приватного венчурного інвестора саме науково- і технічно значущих проектів. Вирішити це питання можливо за допомогою таких заходів: реалізації концепції створення технопарків як комерційно вигідного симбіозу капіталу і наукового потенціалу; участю держави у страхуванні венчурних ризиків у стратегічно важливих наукових і технологічних напрямках; створенням державного венчурного фонду (званого в розробках законопроектів «Венчурним інноваційним фондом»), покликаною керувати розміщенням наданих державою коштів у спеціалізованих регіональних венчурних фондах; виконанням державної програми заходів з розвитку венчурного фінансування, забезпечення державних заходів підтримки ВФ і допомоги у підготовці в масштабах країни корпусу менеджерів для вирішення завдань управління інвестиціями в науково-і технічно-орієнтованих проектах.

Для успішної реалізації проектів венчурного інвестора повинні бути створені певні умови, а саме: наявність ринків та галузей, що швидко розвиваються (залежить від зростання економіки в цілому); перспективи розвитку окремої компанії; наявність кваліфікованого менеджменту компанії, який зможе ефективно використати інвестиції та підвищити вартість компанії; достатній рівень розвитку фондового

ринку, що дасть змогу об'єктивно оцінити поточну вартість компанії, тобто створити сприятливі умови для вигідного продажу венчурним інвестором пакету акцій компанії, яка виступає об'єктом інвестування.

1. Галкин П. Венчурный капитал. Немного истории и статистики / П. Галкин // Корпоративный менеджмент: [Електр. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cfin.ru/investor/venture>
2. Гарнер Д. Привлечение капитала; пер. с англ. / Д. Гарнер, Р. Оуен, Р. Конвей. – М.: «Джон Уайли энд Санз», 1995. – 464 с.
3. Аньшин В.М. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе / В.М. Аньшин, С.А. Филин. – М.: Анкил, 2003. – 420 с.
4. Бродский М.Н. Проблемы финансирования инновационных проектов / М.Н. Бродский, С.И. Костенко, В.Д. Моисеев // Инновации. – 2000. – №7-8. – С. 7-12.
5. Дагаев А. Венчурный бизнес: управление в условиях кризиса / А. Дагаев // Проблемы теории и практики управления. – № 3. – 2003. – С. 15-19.
6. Фоломьев А.Н. К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования / А.Н. Фоломьев, А.Т. Каржаев // Экономист. – 2001. – № 10. – С. 27-34.
7. Антонюк Л.Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації / Л.Л. Антонюк, А.М. Поручник, В.С. Савчук. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с.
8. Йохна М.А. Економіка і організація інноваційної діяльності / М.А. Йохна, В.В. Стадник. – К.: Видавничий центр «Академія», 2005. – 400 с.
9. Косолапов А.Г. Венчурное Инвестирование / А.Г. Косолапов. – М.: ЦКП-В, 2007 – 145 с.
10. Корпоративные финансы: [Електр. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cfin.ru/investor/venture-plan.shtml>
11. Черниенко А. Развитие законодательства об инвестировании в Украине / А. Черниенко // Бизнес. – 2002. – № 22. – С. 6-8.
12. Цихан Т.В. Роль венчурной индустрии в формировании национальной инновационной системы / Т.В. Цихан // Теория и практика управления. – № 11. – 2004. – С. 32-40.

Отримано 20.01.2014